

江淮汽车 (600418)

汽车整车/交运设备

发布时间: 2013-01-09

报告类型 / 公司调研报告

推荐

上次评级: 推荐

江淮汽车: 瑞风 S5 下线, 各方普遍看好

——江淮汽车 (600418) 调研报告

报告摘要:

- 2013 年 1 月 5 日, 江淮汽车乘用车第三工厂全面竣工, 作为新工厂的第一款产品, 全新瑞风 S5 正式下线。我们参加了在合肥举行的相关仪式, 对公司的管理思路、轿车第三工厂的情况、瑞风 S5 的市场前景等问题有了一些新认识。
- 公司在去年广州车展上推出了以客户为导向的“瑞风+和悦”双品牌战略。我们认为, 这项改革将极大地推动公司乘用车事业的发展, 成为公司乘用车发展的一个重要里程碑, 标志着公司乘用车事业发展的基本思路更加清晰。
- 乘用车第三工厂竣工后, 江淮乘用车总产能在 55 万辆左右。基本满足了江淮“十二五”战略规划的需要。我们判断, 未来两年, 公司不会再有大的固定资产投入, 公司的高投入期已过。
- 通过对公司经销商、供应商、媒体记者、内部员工等进行访谈, 我们了解到, 市场各方普遍对瑞风 S5 的外观造型、内部配置、性价比等比较满意, 充满期待。
- 我们保守估计 2013 年瑞风 S5 销售 4 万辆以上没有问题。按每辆车 10 万元的价格计算, 收入应在 40 亿元以上。按毛利率 20% 计算, 可贡献 8 亿元以上的毛利。假设净利率为 5%, 则可贡献净利润 2 亿元以上。所以瑞风 S5 的市场表现和对财务的贡献值得期待。
- 本轮行情我们最早推荐江淮汽车。目前我们的推荐逻辑没有变: 系统的产业布局+独特的管理模式+稳健的成长潜力+恰当的投资时机。目前股价仍严重低估。2013 年的目标区间是 8.00-10.00 元。继续维持公司“推荐”的投资评级。
- 风险提示: 宏观经济不达市场预期出现失误。

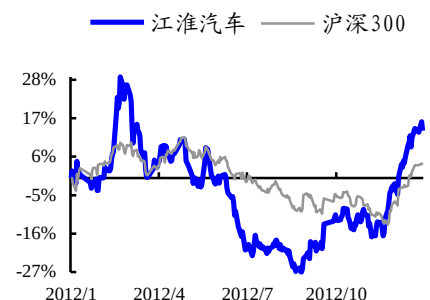
财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	29704	30471	28825	35000	40000
(+/-)%	47.84%	2.58%	-5.40%	21.42%	14.29%
归属母公司净利润	1163	618	581	842	1357
(+/-)%	246.35%	-46.61%	-6.45%	45.05%	61.08%
每股收益 (元)	0.90	0.48	0.45	0.65	1.05
市盈率	6.04	11.37	12.10	8.34	5.18
市净率	1.31	1.23	1.15	1.05	0.90
净资产收益率 (%)	21.65%	10.79%	9.50%	12.58%	17.41%
股息收益率 (%)	1.88%	2.52%	2.75%	3.67%	3.67%
总股本 (百万股)	1289	1289	1289	1289	1289

股票数据

2013-1-8

收盘价 (元)	6.79
12 个月股价区间 (元)	4.30 ~ 7.97
总市值 (百万元)	8,751
总股本 (百万股)	1,289
A 股 (百万股)	1,289
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	20

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	17%	30%	23%
相对收益	4%	18%	13%

相关报告

- 《江淮汽车: 江淮星锐将开始收获》
2012-12-26
- 《江淮汽车: 纯电动轿车发展渐入佳境》
2012-12-19
- 《江淮汽车: 发动机获奖 竞争力提升》
2012-12-14
- 《江淮汽车: 国家补贴助力新能源汽车发展》
2012-11-22
- 《江淮汽车: 新瑞鹰 SUV 成市场关注焦点》
2012-11-19
- 《江淮汽车深度研究: 系统思考 特立独行》
2012-10-24

证券分析师: 刘立喜

执业证书编号: S0550511020007
(021)20361162 liulx@nesc.cn

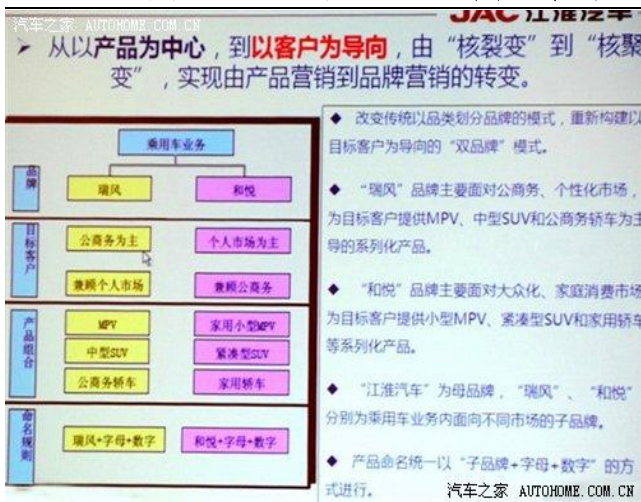
2013年1月5日，江淮汽车乘用车第三工厂全面竣工，作为新工厂的第一款产品，全新瑞风S5正式下线。我们参加了在合肥举行的相关仪式，对公司的管理思路、轿车第三工厂的情况、瑞风S5的市场前景等问题有了一些新认识。

一、江淮汽车推出了以客户为导向的“瑞风+和悦”双品牌战略。我们认为，这项改革将极大地推动公司乘用车事业的发展，成为公司乘用车发展的一个重要里程碑，标志着公司乘用车事业发展的基本思路更加清晰。

2012年11月，在广州车展上，江淮汽车在媒体交流会上隆重发布了以客户为导向的“瑞风+和悦”双品牌运营战略：在江淮汽车的母品牌架构下，将“瑞风”、“和悦”由车型品牌提升为产品子品牌。根据这一战略，未来江淮乘用车旗下新品将按目标客户的不同分别归入“瑞风”与“和悦”两大品牌之下。“瑞风”、“和悦”两个品牌比肩而立、共同进步，携手驱动乘用车业务的新发展。

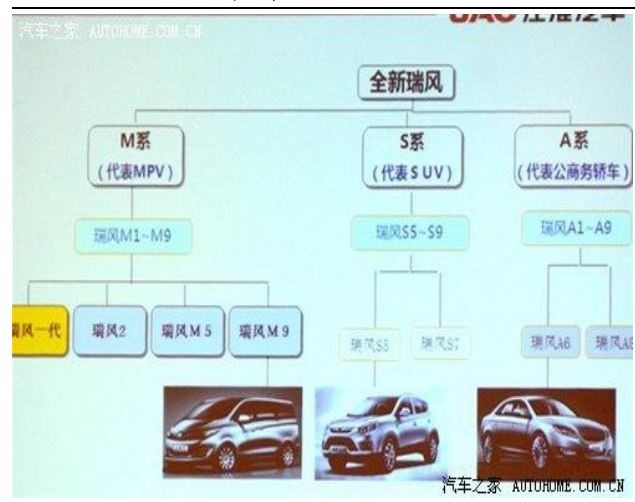
“瑞风”品牌，将秉承“空间成就自由”的品牌理念，主要面对公商务和城市个性化市场，提供MPV、中型和公商务轿车为主导的系列化产品，满足公商务市场对操控、空间等要素的追求，旗下产品将按“品牌+字母+数字”的方式命名，其中A系列为轿车，S系列为SUV，M系列为MPV。瑞风二代和畅被重新命名为瑞风M5，江淮首款城市SUV车型被命名为瑞风S5。另外，瑞风M6新品有望在2013年上海车展发布。

图 1：公司推出“瑞风+和悦”双品牌乘用车战略



数据来源：汽车之家网站 东北证券整理

图 2：瑞风子品牌的产品规划



数据来源：汽车之家网站 东北证券整理

继瑞风S5之后，瑞风A6轿车等后续新品也将陆续上市，它们的加盟，将进一步激活瑞风品牌的活力，扩大了瑞风品牌的外延，瑞风品牌将在“MPV十年辉煌”的基础上，以中高级、全系列的姿态进军下一个十年！

“和悦”品牌将发扬中国传统文化精髓——“和文化”，以“和悦，和家，和天下”的品牌精神，体现了“美好、爱、生活”美好期望。为个人及家庭用户提供家用轿车、紧凑型SUV、小型MPV等系列化产品，充分满足大众化用车市场的需求。旗下产品将分别按A系列（轿车）、B系列（轿车）、S系列（SUV）命名，成为全系列的主流汽车品牌。据悉，江淮推出的首款二代轿车产品被命名为和悦A30，预计将于2013年4月的上海车展上市。

中国已稳居全球第一大汽车市场多年，汽车消费文化日渐成熟。消费者的购车

行为越来越理性，他们在追求汽车造型与配置的同时，也越来越倾向于通过品牌来标榜自己的个性。在此背景下，汽车市场细分化的趋势日益明显，传统的以产品品类来实现消费者区隔的模式已不再适应市场需求，汽车厂家必须以目标客户为导向，以品牌来整合产品，从而通过品牌的精神纽带实现与消费者的情感沟通。事实上，大部分的国际化汽车厂家都推出不同的品牌，分别赋予不同的品牌文化与品牌个性，实现对不同目标消费者的覆盖。

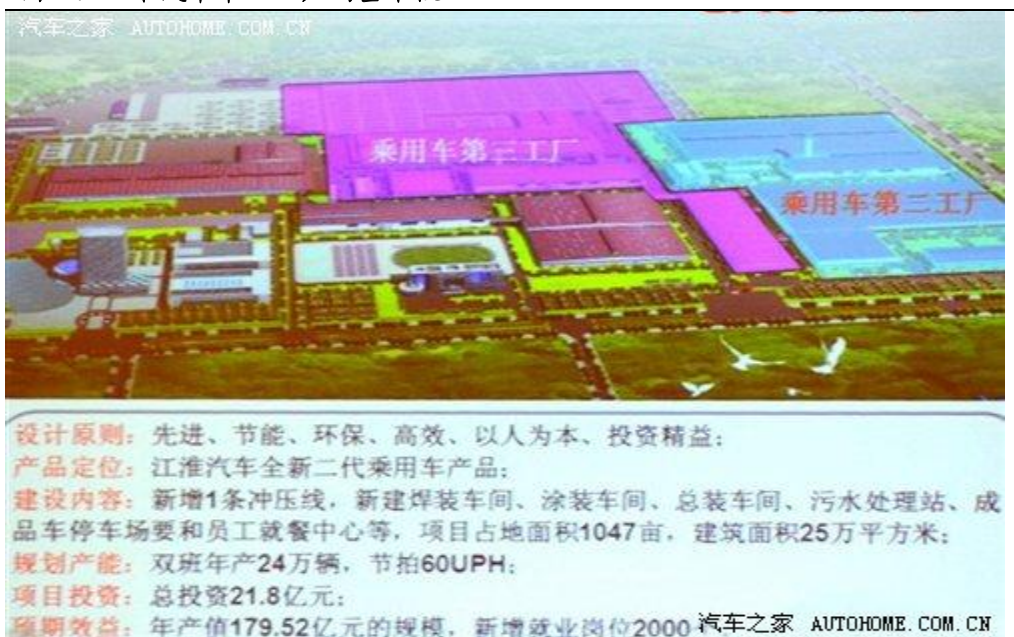
此前，江淮乘用车存在瑞风、瑞鹰、宾悦、和悦、同悦、悦悦等六个品牌，给人眼花缭乱的感觉，客户品牌认知度不高。这次改革，选择了客户品牌认知度较高的瑞风和和悦两个车型品牌提升为产品子品牌，体现了公司对车市发展趋势与自身发展状况的深刻认识，只有整合优势资源，聚焦优势品牌，方能实现品牌突破与市场突围，才能实现大乘用车战略的深化与升级。我们认为，这项改革将极大地推动公司乘用车事业的发展，成为公司乘用车发展的一个重要里程碑，标准着公司乘用车事业发展的战略战术思路更加清晰。

二、乘用车第三工厂的竣工后，江淮乘用车总产能在55万辆左右。基本满足了江淮“十二五”战略规划的需要。我们判断，未来两年，公司不会再有大的固定资产投入，公司的高投入期已过。

公司原有两个乘用车工厂，其中一厂主要生产瑞风一代和瑞风M5，产能约10万台。二厂主要生产现有第一代轿车产品，产能20万台。此次全面竣工的三厂规划产能24万台，生产瑞风S5以及江淮推出的第二代乘用车产品。三座工厂的总产能在55万台左右，基本满足了江淮“十二五”战略规划的需要。我们判断，未来两年公司不会再有大的固定资产投入，公司的高投入期已过，将进入收获的季节。

江淮乘用车第三工厂始建于2010年初，项目总投资21.8亿元。根据我们了解，固定资产投资大概10-15亿元，从2013年开始，每年将产生1.0-1.5亿元的固定资产折旧计提。值得一提的是，江淮乘用车第三工厂项目就是公司2011年一季度对外披露的增发项目之一。因此，该项目的竣工也意味着公司未来几年新项目的融资需求将大幅减少。公司对资本市场的诉求将主要体现在江汽集团整体上市上。

图 3：江淮汽车第三工厂的基本概况



数据来源：汽车之家网站 东北证券

图 4: 公司乘用车第三工厂掠影 (1)



数据来源: 爱卡汽车 东北证券整理

根据公司介绍, 江淮第三工厂拥有全封闭自动化冲压线, 采用国内首台最大吨位2500吨伺服压力机, 高效自动化; 涂装车间, 运用的是世界最高水准的水性B1B2免中涂工艺, 亦是自主车企首创; 总装车间, 采用的是国际最流行的L型布置, 并全面运用地源热泵空调系统, 创造节能环保恒温恒湿装配环境。无论是设备、工艺, 还是内部技术, 江淮乘用车第三工厂确实在自主品牌工厂中具备了一定的先进性, 堪称“世界模范工厂”。

图 5: 公司乘用车第三工厂掠影 (2)



数据来源: 爱卡汽车 东北证券整理

三、通过对参加瑞风S5下线仪式的公司经销商、供应商、媒体记者、内部员工等进行访谈, 我们了解到, 市场各方普遍对瑞风S5的外观造型、内部配置、性价比等比较满意, 充满期待。

1月5日, 瑞风S5正式下线。官方称将于3月18日正式上市, 初期上市车型将匹配1.8T发动机。4月份, 上海车展上有望推出2.0L车型, 且有望推出用于出口的北美版的瑞风S5。8月份, 将正式推出匹配1.5TGDI发动机的车型。年底还会推出配备全景天窗的车型, 进一步满足消费者的需求。未来计划, 瑞风S5还将推出匹配1.8L VVT发动机的产品, 这款发动机将同1.5TGDI发动机将成为未来瑞风S5的主要动力总成。

图 6: 公司首款城市 SUV 瑞风 S5 (1)



数据来源: 汽车之家网站 东北证券整理

图 7: 公司首款城市 SUV 瑞风 S5 (2)



数据来源: 汽车之家网站 东北证券

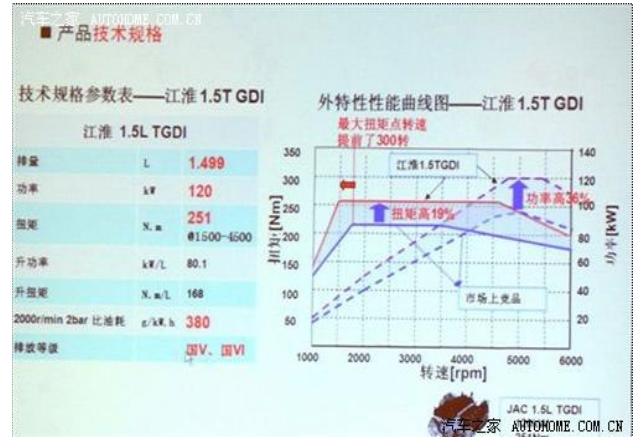
本次下线仪式和媒体沟通会上，并没有给出瑞风S5的预售价格。但比较明确的是，瑞风S5对标的是哈弗H6。目前H6的售价区间是9.48-14.88万元。我们判断，瑞风S5的售价也很可能在这个区间内。

图 8：瑞风 S5 的动力总成配置规划



数据来源：腾讯汽车 东北证券整理

图 9：江淮 1.5T GDI 发动机的技术规格



数据来源：中汽协 东北证券

通过对参加瑞风S5下线仪式的公司经销商、供应商、媒体记者、内部员工等进行访谈，我们了解到，市场各方普遍对瑞风S5的外观造型、内部配置、性价比等比较满意，充满期待。

我们了解到，瑞风S5所属的江淮多功能车公司的年度销量目标是4.5万-5.0万辆。我们保守估计2013年销售4万辆以上没有问题。按每辆车10万元的价格计算，收入应在40亿元以上。按毛利率20%计算，可贡献8亿元以上的毛利。假设净利率为5%，则可贡献净利润2亿元以上。所以瑞风S5的市场表现和对财务的贡献值得期待。

四、自 2012 年 9 月我们持续推荐江淮汽车以来，股价已经上涨了 50% 左右。我们 10 月 24 日的深度报告《江淮汽车深度研究：系统思考 特立独行》中的推荐逻辑没有变：系统的产业布局+独特的管理模式+稳健的成长潜力+恰当的投资时机。目前股价仍严重低估，我们给出 2013 年的目标区间是 8.00-10.00 元。继续维持公司推荐的投资评级。

我们预测公司 2012-2014 年的每股收益分别为 0.45 元、0.65 元、1.05 元。我们认为，公司经营向上拐点已现，2013 年公司各产品系列将全面发力，业绩向上弹性较大，维持公司“推荐”的投资评级。

目前公司主要的投资风险在于：宏观经济不达市场预期；公司经营出现失误。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	3184	3472	4604	6017	净利润	625	589	854	1375
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	28	50	50	50
应收款项	277	276	335	382	折旧及摊销	796	793	769	748
存货	1444	1601	1936	2204	公允价值变动损失	5	0	0	0
其他流动资产	162	100	100	100	财务费用	-90	0	0	0
流动资产合计	6799	7074	8947	10957	投资损失	-39	-39	-39	-39
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-2049	-392	713	557
长期投资净额	44	-6	-56	-106	其他	147	-10	0	0
固定资产	5722	5697	5672	5647	经营活动净现金流量	-728	1101	2227	2542
无形资产	804	673	563	471	投资活动净现金流量	-34	-421	-401	-371
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	148	-393	-693	-758
非流动资产合计	7937	7446	7187	6948	企业自由现金流	-352	452	1787	2133
资产总计	14736	14520	16134	17905					
短期借款	418	500	500	500	财务与估值指标				
应付款项	2575	2557	3094	3521		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	686	649	788	900	每股指标				
一年内到期的非流动负债	170	200	200	200	每股收益 (元)	0.48	0.45	0.65	1.05
流动负债合计	7915	7811	9329	10482	每股净资产 (元)	4.44	4.74	5.20	6.05
长期借款	500	1000	600	500	每股经营性现金流量 (元)	-0.57	0.85	1.73	1.97
其他长期负债	430	430	430	430	成长性指标				
长期负债合计	937	1430	1030	930	营业收入增长率	2.58%	-5.40%	21.42%	14.29%
负债合计	8853	9241	10359	11412	净利润增长率	-46.61%	-6.45%	45.05%	61.08%
归属于母公司股东权益合计	5723	6111	6695	7794	盈利能力指标				
少数股东权益	161	169	180	199	毛利率	13.23%	14.83%	15.14%	15.50%
负债和股东权益总计	14736	15520	17234	19405	净利率	2.04%	2.01%	2.41%	3.39%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	3.49	3.49	3.49	3.49
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	23.78	23.80	23.79	23.80
营业收入	30471	28825	35000	40000	偿债能力指标				
营业成本	26438	24550	29700	33800	资产负债率	60.08%	59.54%	60.11%	58.81%
营业税金及附加	725	733	889	995	流动比率	0.86	0.91	0.96	1.05
资产减值损失	28	50	50	50	速动比率	0.64	0.67	0.72	0.80
销售费用	1445	1441	1750	1880	费用率指标				
管理费用	1407	1499	1785	1880	销售费用率	4.74%	5.00%	5.00%	4.70%
财务费用	-86	0	0	0	管理费用率	4.62%	5.20%	5.10%	4.70%
公允价值变动净收益	-5	0	0	0	财务费用率	-0.28%	0.00%	0.00%	0.00%
投资净收益	39	39	39	39	分红指标				
营业利润	548	591	865	1434	分红比例				
营业外收支净额	161	100	120	150	股息收益率	2.52%	2.75%	3.67%	3.67%
利润总额	709	691	985	1584	估值指标				
所得税	81	102	131	209	P/E (倍)	11.37	12.10	8.34	5.18
净利润	625	589	854	1375	P/B (倍)	1.23	1.15	1.05	0.90
归属于母公司净利润	618	581	842	1357	P/S (倍)	0.23	0.24	0.20	0.18
少数股东损益	7	8	11	18	净资产收益率	10.79%	9.50%	12.58%	17.41%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135

电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760