

江淮汽车 (600418)

汽车整车/交运设备

发布时间: 2013-02-04

报告类型 / 公司调研报告

推荐

上次评级: 推荐

江淮汽车: 新年新思路 新人新气象

——江淮汽车 (600418) 调研报告

报告摘要:

- 2013年2月1日,我们和机构客户一起参加了公司股东大会和投资者交流会。参会人员60多人,可谓盛况空前。会后公司安排了乘用车第三工厂的参观和瑞风S5的试乘试驾活动。尽管我们持续密切跟踪公司经营情况,但还是给我们“新年新思路,新任新气象”深刻印象。
- 公司产能投入已经完成,2012年,公司坚持“效益为王”,效果明显,公司净现金流数十倍于往年。从2013年开始,公司的发展重点是: a、重点在节能环保、新能源汽车、二代乘用车、新动力等方面下功夫。b、“厂房内闹革命”,要在提高装备水平、生产柔性化、全员劳动生产率方面努力。控制好员工人数和销售规模之间的关系。c、整合价值链,将关键零部件加入自己的体系。
- 2013年,公司发展围绕“质量、效率、效益”六个字。特别强调产品开发的连续性。2013年3月,瑞风S5正式上市,初期投放市场排量2.0T车型、4月上海车展期间投放市场1.8T、2.0L两款车型、9月以后投放市场1.5TGDI、2.0VVT两款车型。公司领导明确,瑞风S5发动机“没有一款是外购的,加速性能非常好”。除瑞风S5外,公司和悦A30计划6月份投放市场,和悦S3也计划11月投放市场。
- 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。我们暂不调整盈利预测。基于我们对公司长期成长性的深刻理解,我们把公司2013年的股价区间提升为10.00-12.00元。继续维持公司“推荐”的投资评级。
- 风险提示: 宏观经济继续下行; 公司经营出现失误。

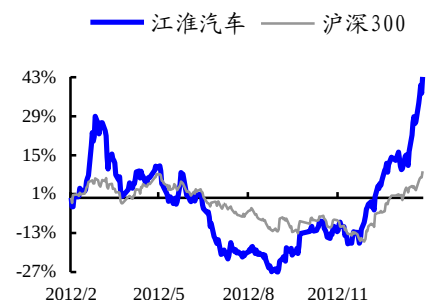
财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	29704	30471	28825	35000	40000
(+/-)%	47.84%	2.58%	-5.40%	21.42%	14.29%
归属母公司净利润	1163	618	581	842	1357
(+/-)%	246.35%	-46.61%	-6.45%	45.05%	61.08%
每股收益 (元)	0.90	0.48	0.45	0.65	1.05
市盈率	6.04	11.37	12.10	8.34	5.18
市净率	1.31	1.23	1.15	1.05	0.90
净资产收益率 (%)	21.65%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

2013-2-1

收盘价 (元)	8.55
12个月股价区间 (元)	4.30 ~ 8.68
总市值 (百万元)	11,019
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)	21

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	25%	62%	47%
相对收益	16%	42%	34%

相关报告

《江淮汽车: 管理层大调整 进取性再激发》

2013-1-29

《江淮汽车: 元年新起点 发展再提速》

2013-1-25

《江淮汽车: 瑞风S5下线, 各方普遍看好》

2013-1-09

《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: 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2月1日，我们和机构客户一起参加了江淮汽车股东大会。参会人员60多人，可谓盛况空前。现将会议提问、管理层回答和我们的评论整理如下：

问：公司产业布局结束，安总将2013年定义为公司乘用车元年，新年伊始，公司管理层大调整，选择有丰富零部件管理经营的人员到领导岗位，请问安总有什么战略考虑？

答：过去多年来，公司持续的进行产业转型，已成为中国产品谱系最全的综合型汽车厂商。投资很辛苦。目前产能投入已经完成，预计到2014年中公司战略目标完成。2012年，公司坚持“效益为王”，效果明显，公司净现金流数十倍于往年，可以开始按公司心愿发展了。从2013年开始，公司的发展重点是：

- a、重点在节能环保、新能源汽车、二代乘用车、新动力等方面下功夫。
- b、“在厂房内闹革命”。要在提高装备水平、生产柔性化、全员劳动生产率方面努力。控制好员工人数和销售规模之间的关系。
- c、整合价值链。将关键零部件加入自己的体系。

评：安总的回答符合我们前期的判断，公司的高投入期已过，从2013年开始，公司将在细节上下功夫，花大力气改变长期以来公司净利润率较低的局面，不断提升公司的盈利能力。公司新任总经理项兴初和新任副总经理陈志平都具有丰富的零部件企业工作经验，如果公司能够在“厂房内下功夫”，并着力整合价值链，公司未来的净利润率和整体盈利能力将有持续大幅的改善空间。

图 1：公司主要领导，作为公司董事长安进，右为新任总经理项兴初



数据来源：网上图片 东北证券

问：请公司领导介绍一下传统优势业务MPV的经营情况。

答：公司已将MPV业务整合，有了一个清晰的“三段论”。一是经济端，主要从8.5-12万左右，主要是瑞风时光穿梭版；二是中端，主要是瑞风祥和，主攻价格区

间从11.5-14万左右；还有一个端就是高端，比如M5，价格区间将在15.98-19.38万元。这三端分的非常清晰，客户群体也是完全不同，针对性是比较强的。高端产品主要针对一些工商商务或者大的集团采购，像2012年总装备部就M5订了250台，已经交货了，这就是高端产品；中端产品主要是一些小企业或者一些中小企业，还有一些政府单位、事业单位；经济端主要是一些批发市场或者个人公商务用车，载人兼顾载货。过去都叫瑞风，但是不准确，三段论的梳理后不管是产品和营销都发生了很大的变化，对细分市场的切入点更准确。

2012年公司累计销售MPV5.4万辆，其中瑞风M5销售5000辆。11月、12月，瑞风M5月销量过1000辆，向上空间被打开，获利能力没有影响。2013年瑞风M5力争月销1000辆，目前公司9万元的时光穿梭MPV毛利率仍能维持在30%以上。

去年全行业高端轻卡都是下降的，我们是上升的。帅铃符合欧V排放标准、双安全气囊，都是国内最先进的，2013年将有全新表现，高端轻卡全面发力。

2012年，公司中重卡最转型，国内销量2.1万辆，出口5000辆，赚1.2亿元。

评：公司MPV业务进行了整合，市场定位更加清晰，满足客户需求的能力有效提升。我们预计公司MPV的销售毛利率仍能维持在35%左右。判断2013年的经济形势会比2012年平稳得多，政府部门和中小企业采购MPV的力度将比2012年有所增强，公司MPV的销量有望达到6万辆以上，同比增长10%以上。有一定向上预期空间。

问：公司净利润率不如长城，如何向长城学习？

答：公司从商用车向乘用车转型。产品系列比较齐全，一旦过了发展的坎后，优势就凸现出来，“东边不亮西边亮”，抗风险的能力较强。

长城汽车做的很好，我们开展向长城汽车学习的活动，主要三个方面：

- a、产品开发有连续性。SUV持续开发。
- b、拉长供应链。核心、关键零部件加强自给能力。
- c、追求品质和效益的意识强。

2013年，公司发展目标浓缩为“质量、效率、效益”六个字。

评：安总的回答让投资者非常满意。其中谈到的产品开发的连续性问题，我们以为首先是指SUV，公司2006年公司就推出瑞鹰SUV，但由于公司着力于产业转型，2007年拿到轿车生产许可证后，就加紧研发并陆续推出宾悦、同悦、和悦、悦悦等轿车系列产品。瑞鹰SUV没有连续性开发。安总在另一个场合说，“从瑞风S5开始，江淮的SUV开发就有连续性了”。

问：请公司领导介绍一下未来2年公司的新产品和新技术。

答：公司瑞风S5比当下标杆车型IX35、H6、S6等更具造型优势和人机工程优势。在人车匹配、电动转向、爬坡性能、高速行驶的稳定性、倒车影像、自动停车、轻量化等方面，公司下足了功夫。

瑞风S5获得SUV市场的认同，是2013年的任务，一定要赚钱，一定要有一定的规模。

评：下午公司安排了下场参观和瑞风S5试驾活动。试驾时，投资者们普遍对瑞风S5和造型和性能非常看好。2013年3月，瑞风S5正式上市，初期投放市场排量2.0T车型、4月上海车展期间投放市场1.8T、2.0L两款车型、9月以后投放市场1.5T GDI、2.0VVT两款车型，公司领导明显，瑞风S5发动机“没有一款是外购的，加速性能非常好”。

问：请公司领导介绍一下公司产品的出口情况。

答：2012年，公司除巴西出口外，公司出口量增长50%，而行业出口增长在30%左右。我们判断，2013年，出口形势会更好一些。瑞风S5样车已经进入一些国家，2013年瑞风S5的出口目标是5000辆以上。

问：请公司领导介绍一下公司轿车的盈利情况。

答：公司是国企中轿车盈利最好的。2012年轿车有一点盈利。今年（2013年）轿车将成为贡献利润的业务。另外，乘用车第三工厂竣工恰逢其时，B2（注：应指和悦A30）4月投放市场，S3（注：我们认为应为基于和悦平台的SUV）11月投放市场。

问：项总新加入董事会，新任公司总经理，请问有什么新思路？

答：消息公布，市场上有一些评论，普遍给予积极评价。2012年公司发展集聚了正能量，在做实上下了很大功夫。2013年将按董事会的要求，在“质量、效率、效益”六个字上下功夫。

首先谈质量。体系做实，加强过程控制、提高客户满意度和忠诚度。将MCU理念拓展到质量管理体系中去。

其次谈效率。按董事会要求，“在厂房内闹革命”，去年有很多经验，物流管理、低附加值、高能耗产品和流程的梳理等。

然后谈效益。要将产品优势转化为商品优势。加强成本和费用的控制。

图 2：公司与巴西 SNS 公司签署合资经营合同现场



数据来源：网上图片 东北证券

公司股东大会后,公司与巴西SNS公司签署了合资经营合同。江淮汽车拟设立一家控股子公司与SNS共同向SNS的全资子公司JAC巴西汽车有限责任公司(以下简称JAC-B)增资,使JAC-B成为公司在巴西从事汽车制造和销售的合资公司(简称为江淮汽车巴西股份有限公司,英文名为JAC Motors do Brasil Automoveis S.A),其中江淮汽车控股子公司持有合资公司34%的股权,SNS持有合资公司66%的股权。注册地为巴西。合资公司的经营范围为研发(需经公司事先书面同意)、制造、组装、推广、销售公司汽车产品,并提供相关的售后零部件和售后服务。

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	财务与估值指标				
短期借款	418	500	500	500	每股指标				
应付款项	2575	2557	3094	3521	每股收益 (元)	0.48	0.45	0.65	1.05
预收款项	686	649	788	900	每股净资产 (元)	4.44	4.74	5.20	6.05
一年内到期的非流动负债	170	200	200	200	每股经营性现金流量 (元)	-0.57	0.85	1.73	1.97
流动负债合计	7915	7811	9329	10482	成长性指标				
长期借款	500	1000	600	500	营业收入增长率	2.58%	-5.40%	21.42%	14.29%
其他长期负债	430	430	430	430	净利润增长率	-46.61%	-6.45%	45.05%	61.08%
长期负债合计	937	1430	1030	930	盈利能力指标				
负债合计	8853	9241	10359	11412	毛利率	13.23%	14.83%	15.14%	15.50%
归属于母公司股东权益合计	5723	6111	6695	7794	净利率	2.04%	2.01%	2.41%	3.39%
少数股东权益	161	169	180	199	运营效率指标				
负债和股东权益总计	14736	15520	17234	19405	应收账款周转率 (次)	3.49	3.49	3.49	3.49
利润表 (百万元)					存货周转率 (次)	23.78	23.80	23.79	23.80
	2011A	2012E	2013E	2014E	偿债能力指标				
营业收入	30471	28825	35000	40000	资产负债率	60.08%	59.54%	60.11%	58.81%
营业成本	26438	24550	29700	33800	流动比率	0.86	0.91	0.96	1.05
营业税金及附加	725	733	889	995	速动比率	0.64	0.67	0.72	0.80
资产减值损失	28	50	50	50	费用率指标				
销售费用	1445	1441	1750	1880	销售费用率	4.74%	5.00%	5.00%	4.70%
管理费用	1407	1499	1785	1880	管理费用率	4.62%	5.20%	5.10%	4.70%
财务费用	-86	0	0	0	财务费用率	-0.28%	0.00%	0.00%	0.00%
公允价值变动净收益	-5	0	0	0	分红指标				
投资净收益	39	39	39	39	分红比例				
营业利润	548	591	865	1434	股息收益率	2.52%	2.75%	3.67%	3.67%
营业外收支净额	161	100	120	150	估值指标				
利润总额	709	691	985	1584	P/E (倍)	11.37	12.10	8.34	5.18
所得税	81	102	131	209	P/B (倍)	1.23	1.15	1.05	0.90
净利润	625	589	854	1375	P/S (倍)	0.23	0.24	0.20	0.18
归属于母公司净利润	618	581	842	1357	净资产收益率	10.79%	9.50%	12.58%	17.41%
少数股东损益	7	8	11	18					

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所涉及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