



运输设备业/可选消费品

江淮汽车 (600418)

S3 表现再超市场预期

——10月销量点评

	王炎学 (分析师)	崔书田 (分析师)	孙柏蔚 (研究助理)
	010-59312757	021-38674703	021-38674924
	wangyanxue@gtjas.com	cuishutian@gtjas.com	sunbaiwei@gtjas.com
证书编号	S0880514040001	S0880512080004	S0880114080008

本报告导读:

10月 S3 销量约 8000 台, 再超市场预期, 预计未来三个月销量将持续提升。未来业绩增长来自 S3 和 M3, 估值增长来自 IEV5 销售放量。维持增持, 目标价 19 元。

投资要点:

- **维持“增持”评级。**公司 10 月 SUV 新产品 S3 销量约 8000 台, 再超市场预期, 维持公司 2014-15 年 EPS 分别为 0.55 元、0.89 元的盈利预测, 维持目标价 19 元, 对应 2015 年 20 倍 PE。
- **新产品 S3 销量再超市场预期, 预计未来三个月销量将持续提升。**受益经济型 SUV 细分市场需求扩张, S3 持续热销, 上市前三个月销量分别约为 2000 台、6000 台、8000 台, 不断超越市场预期。终端调研显示, S3 仍处于供不应求状态。我们预计随着产能逐渐释放, 未来三个月销量持续提升, 年内 S3 月销量将超过 10000 台, 预计 2015 年初销量突破 5 万台后, 模具等费用摊销完毕, 毛利率将有显著上升。
- 10 月整车销售 33830 台, 同比下降 15.6%。高价格的 SUV 和 MPV 分别同比增长 297% 和 19%; 受国四升级的价格上涨影响, 卡车销量同比下降 43%, 环比下降 8%; 轿车同比下降 56%, 环比增长 17%。
- 公司未来业绩增长来自于 S3 和 M3 (2014 年底前上市的小型 MPV), 估值增长来自于纯电动 IEV5 销售放量。
- **风险提示:** S3 销量爬坡不及预期, 新能源汽车推广不及预期。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	29,117	33,620	35,626	41,077	46,827
(+/-)%	-4%	15%	6%	15%	14%
经营利润 (EBIT)	308	786	526	977	1,254
(+/-)%	-33%	155%	-33%	86%	28%
净利润	490	907	711	1,139	1,407
(+/-)%	-21%	85%	-22%	60%	24%
每股净收益 (元)	0.38	0.71	0.55	0.89	1.10
每股股利 (元)	0.11	0.22	0.25	0.30	0.35

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	1.1%	2.3%	1.5%	2.4%	2.7%
净资产收益率 (%)	8.2%	13.3%	9.8%	14.3%	15.7%
投入资本回报率 (%)	3.6%	8.2%	5.6%	9.5%	10.9%
EV/EBITDA	9.7	5.3	6.5	4.4	3.7
市盈率	29.7	16.0	20.4	12.8	10.3

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 19.00

上次预测: 19.00

当前价格: 11.31

2014.11.07

交易数据

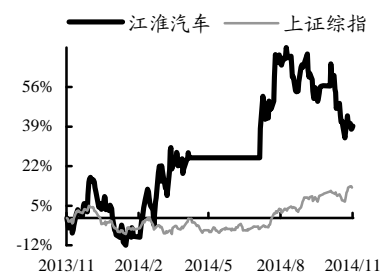
52 周内股价区间 (元)	7.24-14.66
总市值 (百万元)	14,532
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,285/1,069
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	83%
日均成交量 (百万股)	28.18
日均成交值 (百万元)	359.80

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,903
每股净资产	5.37
市净率	2.1
净负债率	-60.84%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.16	0.20
Q2	0.24	0.16
Q3	0.17	-0.03
Q4	0.13	0.22
全年	0.71	0.55

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-11%	-17%	43%
相对指数	-13%	-26%	30%

相关报告

《新能源汽车表现是未来看点》2014.10.26

《SUV 新产品带来业绩成长新周期》2014.10.10

《SUV 新产品和纯电动 IEV 带动基本面大幅改善》2014.09.09

《管理层激励进入释放期》2014.08.26

《纯电动汽车产品线更趋完善》2014.08.13

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2014.11.06

股票研究

可选消费品
运输设备业

江淮汽车 (600418)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **19.00**

上次预测: 19.00

当前价格: 11.31

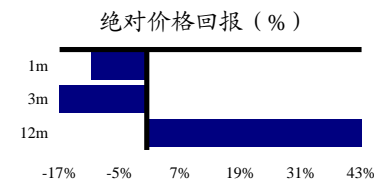
公司网址

www.jac.com.cn

公司简介

公司是一家集商用车、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。

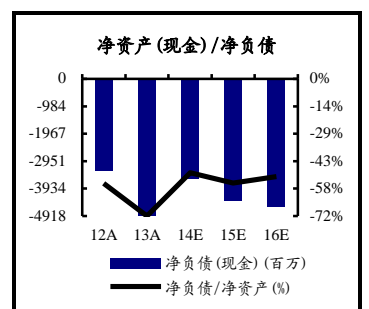
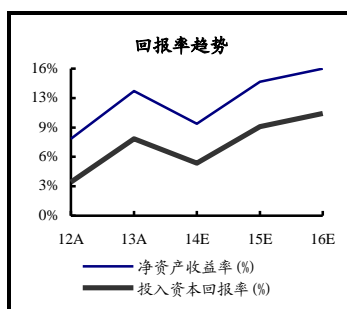
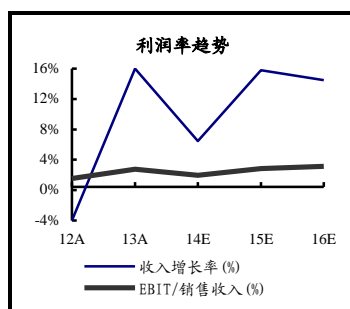
公司生产和销售客车底盘、货车底盘、变速箱、其他汽车配件和商务车。



52 周价格范围 7.24-14.66
市值 (百万) 14,532

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	29,117	33,620	35,626	41,077	46,827
营业成本	24,802	28,175	30,282	34,628	39,335
税金及附加	663	701	743	856	976
销售费用	1,784	1,996	2,115	2,439	2,780
管理费用	1,560	1,962	1,959	2,177	2,482
EBIT	308	786	526	977	1,254
公允价值变动收益	0	-9	0	0	0
投资收益	20	27	60	93	102
财务费用	-47	-107	-16	-1	-4
营业利润	297	844	603	1,071	1,360
所得税	47	103	80	129	159
少数股东损益	10	15	12	19	23
净利润	490	907	711	1,139	1,407
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	4,832	6,508	4,536	5,440	5,758
其他流动资产	733	1,202	0	0	0
长期投资	466	633	633	633	633
固定资产合计	7,600	8,315	8,911	8,842	8,454
无形及其他资产	1,511	1,793	1,712	1,635	1,563
资产合计	19,569	23,672	20,911	23,201	24,197
流动负债	11,539	14,644	12,511	13,930	13,845
非流动负债	1,881	2,011	980	1,080	1,180
股东权益	6,007	6,840	7,230	7,984	8,941
投入资本(IC)	7,745	8,645	8,400	9,271	10,352
现金流量表					
NOPLAT	281	707	474	879	1,128
折旧与摊销	857	1,067	1,187	1,348	1,462
流动资金增量	3,073	2,235	-2,033	-179	-1,287
资本支出	-619	-426	-1,502	-987	-772
自由现金流	3,592	3,584	-1,874	1,061	532
经营现金流	2,995	2,478	1,242	2,117	1,382
投资现金流	-1,665	-793	-1,442	-921	-699
融资现金流	192	-182	-1,771	-293	-364
现金流净增加额	1,521	1,503	-1,971	903	319
财务指标					
成长性					
收入增长率	-4.4%	15.5%	6.0%	15.3%	14.0%
EBIT 增长率	-32.6%	155.4%	-33.0%	85.5%	28.4%
净利润增长率	-21.0%	85.0%	-21.7%	60.2%	23.6%
利润率					
毛利率	14.8%	16.2%	15.0%	15.7%	16.0%
EBIT 率	1.1%	2.3%	1.5%	2.4%	2.7%
净利润率	1.7%	2.7%	2.0%	2.8%	3.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	8.2%	13.3%	9.8%	14.3%	15.7%
总资产收益率(ROA)	2.5%	3.8%	3.4%	4.9%	5.8%
投入资本回报率(ROIC)	3.6%	8.2%	5.6%	9.5%	10.9%
运营能力					
存货周转天数	19	15	15	16	18
应收账款周转天数	4	4	4	5	5
总资产周转天数	215	235	228	196	185
净利润现金含量	6.11	2.73	1.75	1.86	0.98
资本支出/收入	2%	1%	4%	2%	2%
偿债能力					
资产负债率	68.6%	70.4%	64.5%	64.7%	62.1%
净负债率	-54.7%	-71.9%	-49.2%	-54.6%	-51.2%
估值比率					
PE	29.7	16.0	20.4	12.8	10.3
PB	2.4	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.7	5.3	6.5	4.4	3.7
P/S	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
股息率	1.0%	1.9%	2.2%	2.7%	3.1%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		