



运输设备业/可选消费品

江淮汽车 (600418)

SUV 成为江淮汽车的主导产品

——江淮汽车 2014 年 12 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:

小型 SUV S3 月销连续两月超 1.5 万, 持续超市场预期, 打破市场对于公司年底压库存的担忧, 维持“增持”评级。

投资要点:

- **维持“增持”。**公司公告 2014 年 12 月 S3 完成销售 1.7 万辆, 连续两个月超 1.5 万台, 打消了市场关于公司压库存的疑虑, 高盈利 SUV 已成为公司的主导产品。维持 2014-15 年 EPS 分别 0.43 元、1.05 元的盈利预测, 维持“增持”评级, 维持目标价 21 元。
- **高盈利 SUV 占比持续提升, 预测 2015 年 SUV 销量占比超 33%, 收入占比超过 40%, 利润占比超 60% (新增利润全部由 SUV 贡献)。**根据供应链及终端调研数据, 我们预计, 2015 年 S3 销量维持高位 (平均月销 1.2 万台以上), 加上即将上市的新 S5 和 S2 等新车, SUV 成为公司的主导产品。12 月销量显示 S3 累计销售已经接近 5 万台, 已经完成模具等费用摊销, 2015 年起产品毛利率将大幅提升至 20% 左右, 业绩端贡献显著。
- **国企改革助力公司进入业绩和市值释放期, 我们认为, 改革的下一阶段将进入放权阶段, 公司的管理自主权有望提升。**江汽集团整体上市完成在即, 实现管理层持股后, 流通股东利益、公司利益与管理层利益更趋一致。
- **催化剂:** S3 持续热销; 国企改革进一步方案公布
- **风险提示:** S3 产品质量出现问题; 国企改革进展不及预期

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	29,117	33,620	34,650	46,778	57,069
(+/-)%	-4%	15%	3%	35%	22%
经营利润 (EBIT)	308	786	283	1,094	1,562
(+/-)%	-33%	155%	-64%	286%	43%
净利润	490	907	553	1,346	1,877
(+/-)%	-21%	85%	-39%	144%	39%
每股净收益 (元)	0.38	0.71	0.43	1.05	1.46
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%	0.8%	2.3%	2.7%
净资产收益率 (%)	8.2%	13.3%	7.8%	16.8%	19.8%
投入资本回报率 (%)	3.6%	8.2%	3.1%	10.6%	12.9%
EV/EBITDA	10.0	5.5	8.0	3.8	2.9
市盈率	30.5	16.4	27.0	11.1	7.9
股息率 (%)	0.9%	1.9%	2.2%	2.6%	3.0%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **21.00**

上次预测: 21.00

当前价格: 12.80

2015.01.05

交易数据

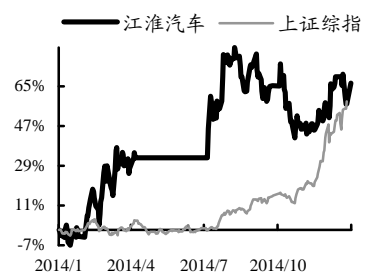
52 周内股价区间 (元)	7.24-14.66
总市值 (百万元)	16,447
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,285/1,069
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	83%
日均成交量 (百万股)	31.62
日均成交值 (百万元)	381.65

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	2.4
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	0.10
全年	0.71	0.43

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	1%	66%
相对指数	-12%	-36%	13%

相关报告

《制度反转在前, 业绩和市值反转随后》2014.12.24

《以互联网思维掘金小型 SUV 市场》2014.12.10

《S3 销量大超预期, 业绩拐点确认》2014.12.03

《S3 表现再起市场预期》2014.11.06

《新能源汽车表现是未来看点》2014.10.26

模型更新时间: 2015.01.05

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: 21.00

上次预测: 21.00

当前价格: 12.80

公司网址

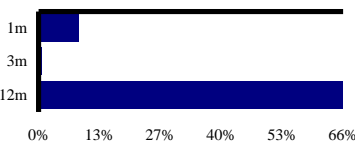
www.jac.com.cn

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。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

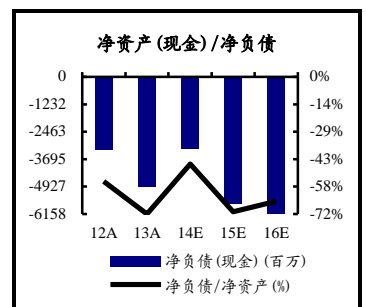
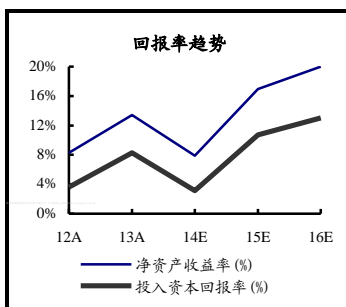
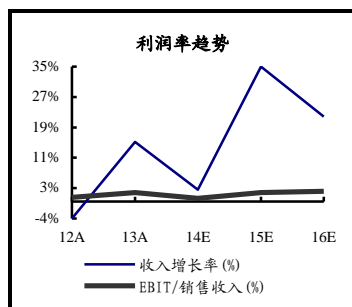
7.24-14.66

市值 (百万)

16,447

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	34,650	46,778	57,069
营业成本	24,802	28,175	29,681	39,452	47,904
税金及附加	663	701	723	975	1,190
销售费用	1,784	1,996	2,057	2,777	3,388
管理费用	1,560	1,962	1,906	2,479	3,025
EBIT	308	786	283	1,094	1,562
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	-14	-9	-25
营业利润	297	844	357	1,195	1,690
所得税	47	103	63	152	213
少数股东损益	10	15	9	22	31
净利润	490	907	553	1,346	1,877
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	4,832	6,508	4,210	6,765	7,338
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	20,418	25,775	27,358
流动负债	11,539	14,644	12,179	16,454	16,478
非流动负债	1,881	2,011	980	1,080	1,180
股东权益	6,007	6,840	7,072	8,033	9,460
投入资本(IC)	7,745	8,645	8,239	9,322	10,879
现金流量表					
NOPLAT	281	707	255	984	1,406
折旧与摊销	857	1,067	1,187	1,348	1,462
流动资金增量	3,073	2,235	-2,198	1,262	-1,509
资本支出	-619	-426	-1,435	-877	-572
自由现金流	3,592	3,584	-2,191	2,717	787
经营现金流	2,995	2,478	849	3,631	1,407
投资现金流	-1,665	-793	-1,375	-784	-470
融资现金流	192	-182	-1,771	-293	-364
现金流净增加额	1,521	1,503	-2,297	2,554	573
财务指标					
成长性					
收入增长率	-4.4%	15.5%	3.1%	35.0%	22.0%
EBIT 增长率	-32.6%	155.4%	-63.9%	285.9%	42.9%
净利润增长率	-21.0%	85.0%	-39.1%	143.6%	39.4%
利润率					
毛利率	14.8%	16.2%	14.3%	15.7%	16.1%
EBIT 率	1.1%	2.3%	0.8%	2.3%	2.7%
净利润率	1.7%	2.7%	1.6%	2.9%	3.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	8.2%	13.3%	7.8%	16.8%	19.8%
总资产收益率(ROA)	2.5%	3.8%	2.7%	5.2%	6.9%
投入资本回报率(ROIC)	3.6%	8.2%	3.1%	10.6%	12.9%
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	232	180	170
净利润现金含量	6.11	2.73	1.54	2.70	0.75
资本支出/收入	2%	1%	4%	2%	1%
偿债能力					
资产负债率	68.6%	70.4%	64.4%	68.0%	64.5%
净负债率	-54.7%	-71.9%	-45.7%	-70.8%	-65.1%
估值比率					
PE	30.5	16.4	27.0	11.1	7.9
PB	2.5	2.2	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.0	5.5	8.0	3.8	2.9
P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
股息率	0.9%	1.9%	2.2%	2.6%	3.0%



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		